

2019 年 12 月 3 日

中国宏观观察

解析 ESG 投资策略

- ④ **环境、资源、社会文明等问题日益严峻，给全球经济与金融体系带来挑战。**自从 2015 年达成《巴黎协定》以来，国际社会对绿色金融和 ESG 投资理念给予广泛关注。中国在国际投资与战略发展中亦积极推进绿色投资，将生态平衡与绿色发展理念融入经贸合作，促进经济、社会、生态的可持续发展。近年来，中国投资者已加速对 ESG 产品的布局。尽管 ESG 在中国仍处于发展初期，但得益于绿色金融政策的支持以及海外资金加速入场，中国 ESG 投资概念将迎来新的发展机遇。
- ④ **ESG 理念起源于社会责任投资。**它将环境（Environment）、社会（Social）、公司治理（Governance）三个社会责任投资中最重要的因子纳入投资分析，来评估企业运营的可持续性和社会影响，旨在获得稳定的长期收益。ESG 投资在发达国家通过几十年的发展，投资理念趋于成熟，逐渐被养老金、共同基金等机构投资者接纳并运用。
- ④ **ESG 在不同市场对投资回报的影响存在差异，ESG 领先指数在新兴市场表现好于发达市场。**在发达市场，ESG 投资理念渗透率较高，发展成熟，基于 ESG 评级的选股策略带来的超额收益十分有限。不过，在 ESG 理念尚在起步阶段的新兴市场，基于 ESG 选股策略的领先指数相对于基准指数似乎存在更多投资价值。
- ④ **ESG 未必能创造独特的 Alpha。**虽然在 A 股市场，ESG 领先指数有着较好的表现，但基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合。我们并不能肯定 ESG 策略形成自己独特的选股优势，能为投资者带来持续的超额收益。A 股市场中 ESG 评分较高的公司，多属于行业龙头，并且拥有低估值、高 ROE、低波动率的特征，对下行风险有一定的把控作用。
- ④ **ESG 评级较低的公司并非不能给投资者带来超额收益，ESG 对行业的偏见可能会令投资者错失良机。**有学术文献指出，投资于某些“罪恶股票”——诸如酒精、烟草、赌博和武器等公司——在历史上能产生显著的正向回报。此外，在 ESG 评级系统下，A 股市场表现亮眼的白酒和养猪概念股很可能被直接剔除。MSCI 评级系统中，贵州茅台与五粮液评级仅为 B。养猪概念股——牧原股份和正邦科技均被给予 CCC 的最低评级。
- ④ **因此，ESG 投资愿景虽然符合可持续发展理念，但 ESG 策略并非万能，投资者对此还需客观看待。**目前来看，ESG 策略仍存在诸多不确定因素。例如，为何 ESG 不能适用于全部市场？所谓的 ESG 超额收益是否可能被其他因子解释？ESG 低评级股票就没有超额收益吗？这些问题还待我们进一步的研究论证。

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵

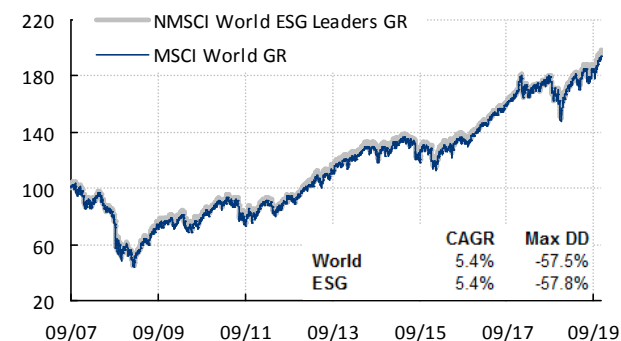
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

彭非

fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

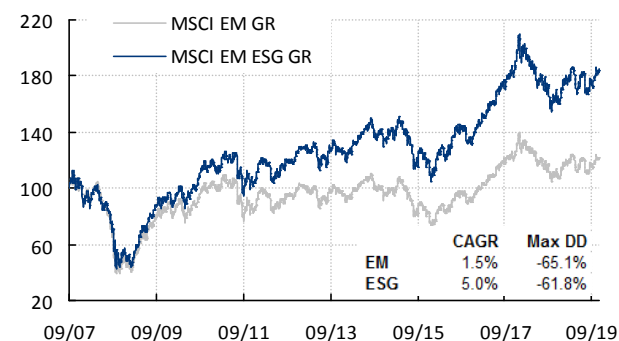
本周焦点图表

图表 1: ESG 策略在发达市场并无超额收益



资料来源：彭博，交银国际

图表 2: ESG 策略在新兴市场相对表现较好



资料来源：彭博，交银国际

环境、资源、社会文明等问题日益严峻，给全球经济与金融体系带来挑战。自从 2015 年达成《巴黎协定》以来，国际社会对绿色金融和 ESG 投资理念给予广泛关注。中国在国际投资与战略发展中亦积极推进绿色投资，倡导绿色金融体系，将生态平衡与绿色发展理念融入经贸合作，促进经济、社会、生态的可持续发展。近年来，中国投资者已加速对 ESG 产品的布局，包括公募基金、私募股权等三十余家中国公司已成为联合国责任投资原则组织成员（PRI），ESG 主题相关的基金总规模达 700 多亿元。尽管 ESG 在中国仍处于发展初期，但在绿色金融政策的支持下，随着数据披露系统的完善、经济转型的深入、海外资金加速进场，中国 ESG 投资概念将迎来新的发展机遇。

ESG 概览

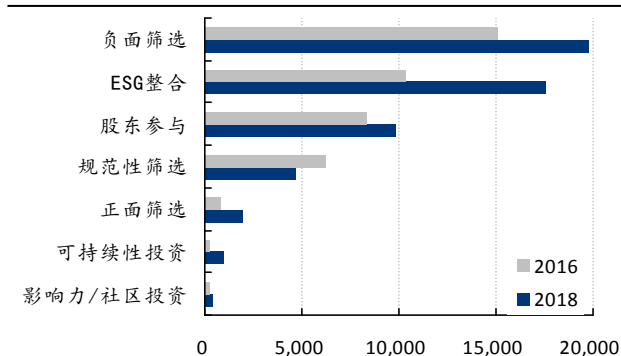
ESG 理念起源于社会责任投资。它将环境（Environment）、社会（Social）、公司治理（Governance）三个社会责任投资中最重要的因子纳入投资分析，来评估企业运营的可持续性和社会影响，旨在获得稳定的长期收益。

在实际操作中，可持续投资主要采取七种策略。其中，负面筛选是最为常用的策略，其次是 ESG 整合策略。分地区来看，欧洲在规范性筛选、股东参与和负面筛选策略中，使用占比最高。美国在可持续投资、影响力投资和正面筛选策略中使用占比较大。

- ④ 负面筛选：根据 ESG 准则，剔除对环境、社会与公司治理造成负面影响的公司
- ④ ESG 整合：将环境、社会与治理三个要素融入传统的投资决策中
- ④ 股东参与策略：股东根据 ESG 理念，行使权力，促使公司在环境、社会与治理方面遵循 ESG 理念。
- ④ 规范性筛选：根据国际通行的最低标准企业行为准则，剔除严重违规的公司

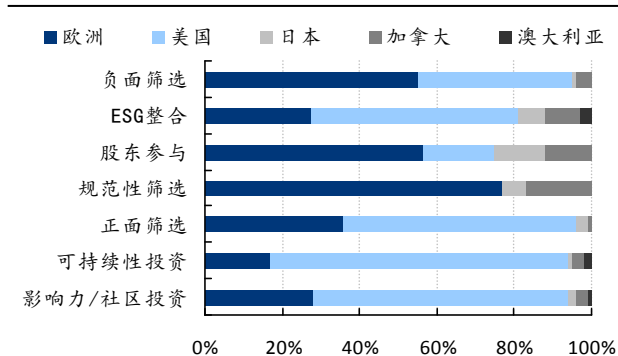
- ⊕ 正面筛选：投资于对社会有益，在行业中 ESG 评级靠前的公司
- ⊕ 可持续性投资：投资于侧重可持续性发展主题的资产
- ⊕ 影响力/社区投资：为对社会与环境产生积极影响的企业提供融资

图表 3: 负面筛选和 ESG 整合为最为常用的策略



资料来源：GSIA，交银国际

图表 4: 欧美对 ESG 投资策略的使用最为普遍



资料来源：GSIA，交银国际

图表 5: ESG 策略在实际投资过程中的实现方式

在构建投资组合时考虑ESG因素			提高投资者ESG策略的表现	
ESG可以通过三种方法与现有的投资策略相结合：整合、筛选和主题投资			投资者鼓励已投资的公司完善ESG风险管理或者强化业务的可持续发展	
整合	筛选	主题	参与	代理投票
明确并系统地将ESG用于投资分析和决策中，以提高收益、降低风险	基于投资者的偏好、价值观与道德理念，筛选合适的投资标的	将投资与服务于环境和社会的意愿相结合，包括影响力投资	与公司探讨ESG的机遇和挑战，以提高他们对相关问题的处理能力	投资者通过投票对ESG相关问题表明赞成或者反对立场

资料来源：PRI，交银国际

图表 6: ESG 投资策略的在股票二级市场中的运用

	基本面分析	量化与聪明的BETA	指数投资
整合	ESG因子与其他因子相结合，运用于绝对/相对估值模型中。 投资者可通过调整财务预测（例如收入、营业成本、资本账面价值和资本支出）或者公司估值模型（例如DDM、DCF等模型）来估量ESG因子的影响	ESG因子可与其他因子相结合（例如价值、质量、规模、动量、成长与波动性），建立量化模型 ESG因子和评级能被用来计算聪明的BETA组合的权重，以获得超额收益，并减少组合的下行风险，提高风险收益比	主要的ESG要素可转化为规范准则，与传统因子一起融入投资组合的构建中 通过调整指数成分股的权重或跟踪调整权重后的指数，可降低ESG组合的整体风险，或缩小组合对特定ESG因子的风险敞口
筛选	根据投资者的偏好、价值观或者道德理念，筛选投资标的；挑选或者避免某些产品、服务或者公司。		
主题	投资于符合一定估值与财务标准，并拥有可持续发展潜力的公司。包括影响力投资		投资于整体侧重于环境和社会相关主题 的指数

资料来源: PRI，交银国际

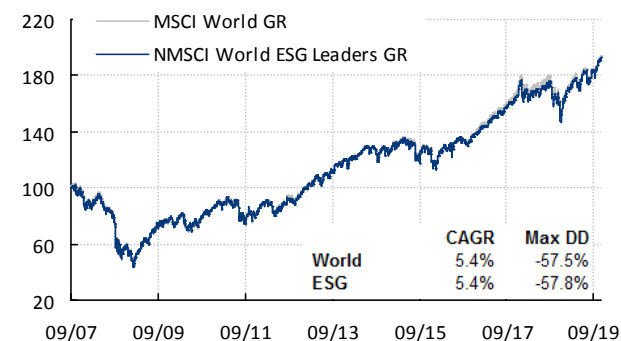
ESG 适用于所有的市场吗？

ESG 投资在欧美发展成熟，已成为主流投资策略之一。上世纪七十年代，西方社会已逐步形成社会责任投资的理念。1971 年，美国发行首只 ESG 共同基金（Pax World Fund），1990 年美国成立首支 ESG 指数（Domini Social Index）。经过 50 多年的发展，ESG 投资理念在欧美市场被广泛运用。全球可持续投资联盟数据显示，2018 年在五个主要市场中，可持续投资资产管理规模近 31 万亿美元，相较于 2016 年增长 34%，占全球资产管理总量近三分之一。其中，欧美占比逾 80%。

然而，中国社会责任投资起步较晚。2003 年国内首次发布企业环境信息披露的规范（《关于企业环境信息公开的公告》）。2005 年，A 股成立首支社会责任指数（国证治理指数）。2008 年，中国发行首只 A 股社会责任基金（兴全社会责任投资基金）。中国 ESG 理念尚处于发展初期，上市公司对社会责任披露率较低，ESG 投资策略尚未普及。

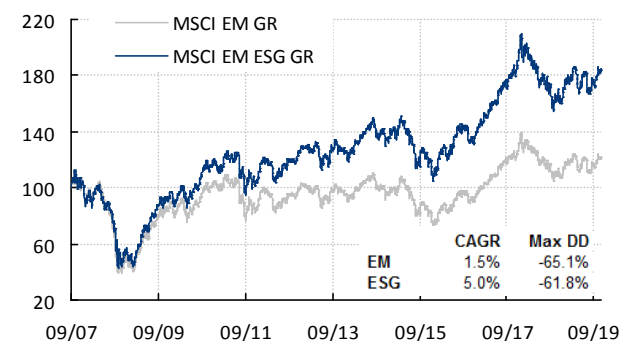
ESG 在不同市场对投资回报的影响存在差异，ESG 领先指数的相对表现在新兴市场表现好于发达市场。在发达市场，ESG 策略发展成熟，渗透率较高，这也制约了基于 ESG 评级的选股策略的收益。MSCI World ESG Leaders 指数在收益和回撤控制上，与 MSCI World 并无差别。不过，在 ESG 理念尚在起步阶段的新兴市场，ESG 选股策略相对表现更好。MSCI 新兴市场 ESG 领先指数相较于 MSCI 新兴市场指数，有更高的年化收益与更小的风险。而在 A 股市场，ESG 指数在 2011 至 2015 年间并无优势；但 2016 年开始，ESG 指数明显跑赢大盘。

图表 7: ESG 策略在发达市场并无超额收益



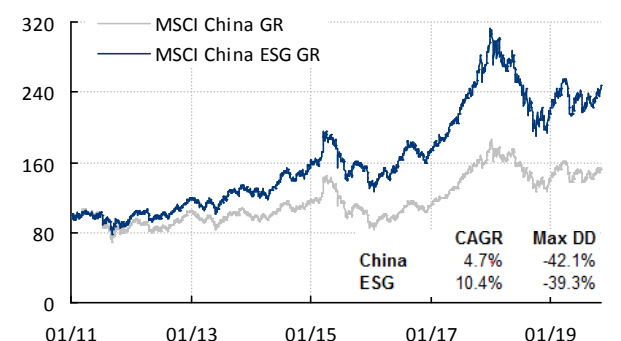
资料来源：彭博，交银国际

图表 8: ESG 新兴市场领先指数相对表现较好



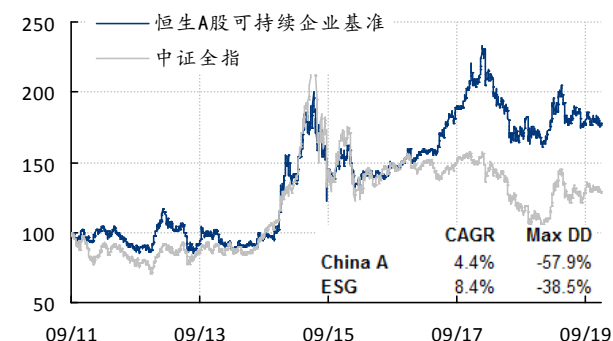
资料来源：彭博，交银国际

图表 9: ESG 中国领先指数相对表现较好



资料来源：彭博，交银国际

图表 10: A 股 ESG 领先指数相对表现较好



资料来源：彭博，交银国际

ESG 能创造出独特的 alpha 吗？

基于 ESG 评级的选股策略与价值投资理念部分重合，“龙头效应”较为明显。ESG 评分较高的公司，多属于行业龙头，并且拥有低估值、高 ROE、低波动率的特征，对下行风险有一定的把控作用。因此，我们很难界定，ESG 领先指数较好的相对表现是得益于 ESG 策略的独特 alpha。

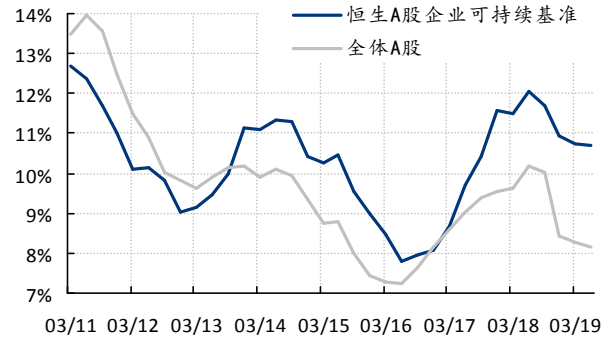
我们运用恒生 A 股企业可持续发展基准指数作为 A 股 ESG 策略的参考指标。该指数根据香港品质保证局的可持续发展评级，筛选出 A 股中评级较高的公司。具体来看，近年来，A 股 ESG 指数的成分股整体具有较低的估值。样本区间内（2011 年 9 月至今），A 股 ESG 组合平均估值为 8 倍，而同期全体 A 股估值为 17 倍。与此同时，A 股 ESG 组合拥有较强的盈利能力。尤其在 2014 年后，ESG 组合的 ROE 显著高于全体 A 股。ESG 指数更倾向于投资于行业龙头公司。从资产规模与销售份额来看，ESG 评级较高的公司多为行业中的大型企业，具备强劲的市场竞争力。ESG 组合的公司在各行业分类中的规模百分位数普遍较高，各行业百分位数的中位数远高于市场中值水平。此外，ESG 指数波动率较低，能一定程度上减少股票的下行风险。

图表 11: A 股市场中，ESG 评级较高的股票估值较低



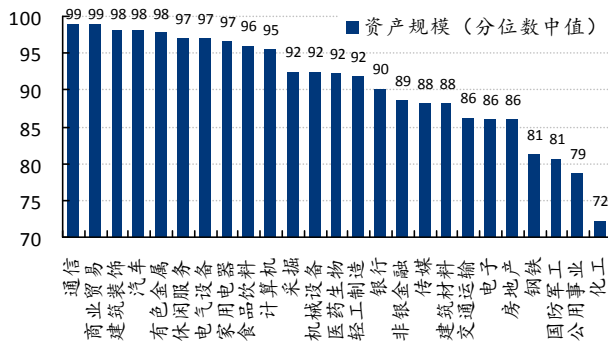
资料来源：万得，交银国际

图表 12: A 股市场中，ESG 评级较高的股票 ROE 较高



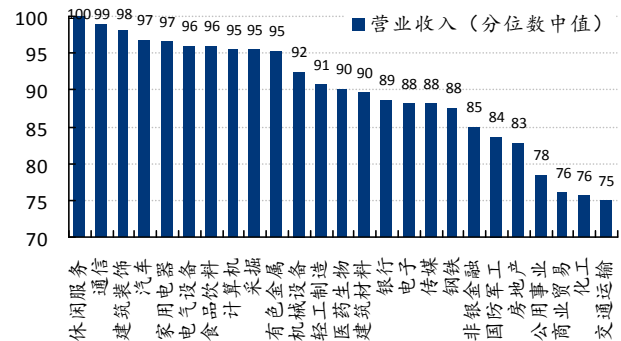
资料来源：万得，交银国际

图表 13: A 股市场中，ESG 指数偏好行业内的大型公司（资产规模）



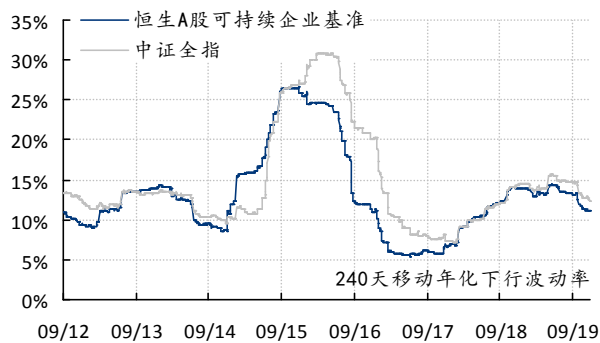
资料来源：万得，交银国际

图表 14: A 股市场中，ESG 指数偏好行业内的大型公司（营业收入）



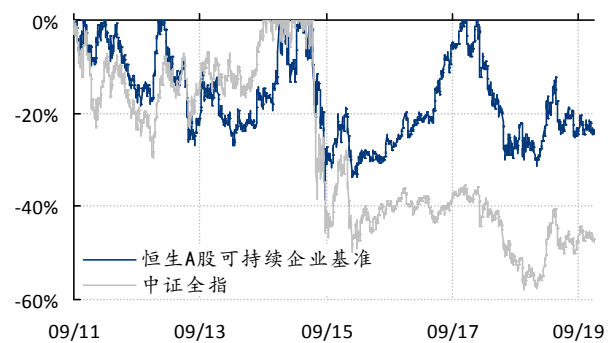
资料来源：万得，交银国际

图表 15: A 股市场中，ESG 指数的下行波动率小于全体 A 股



资料来源：彭博，交银国际

图表 16: A 股市场中，ESG 指数的回撤幅度小于全体 A 股



资料来源：彭博，交银国际

ESG 低评级公司没有超额收益吗？

ESG 评级系统的设定使其在行业选择上有明显的侧重，主营业务涉及烟酒、武器军工和煤炭等行业的公司评级普遍较低，一些 ESG 主题基金甚至会直接排除对相关行业的配置。然而，ESG 评级较低的公司并非不能给投资者带来超额收益，ESG 对行业的偏见可能会令投资者错失良机。有学术文献指出，投资于某些“罪恶股票”——诸如酒精、烟草、赌博和武器等行业赚钱的公司——在历史上产生了显著的正向回报。此外，在 ESG 评级系统下，A 股市场大放异彩的白酒和养猪概念股很可能被直接剔除。MSCI 评级系统中，贵州茅台与五粮液评级仅为 B。养猪概念股——牧原股份和正邦科技均被给予 CCC 的最低评级。

那些尚未解答的问题

中国市场 ESG 投资理念还处于发展初期，保护环境、为社会作出贡献、强化公司治理以实现可持续收益是 ESG 投资的核心思想。在新兴市场国家，由于公司治理水平有待完善，ESG 评级系统一定程度上能帮助投资者规避治理较差的公司，以减少对风险的暴露。但 ESG 策略并非万能，投资者对此还需客观看待。

目前来看，ESG 策略仍存在诸多不确定因素。例如，为何 ESG 策略不能适用于全部市场？ESG 是否等同于价值投资？所谓的 ESG 超额收益是否能被其他因子解释？ESG 低评级的公司就是不可可持续发展的公司吗？ESG 低评级股票就没有超额收益吗？这些问题还待我们进一步的研究论证。

经济领先指标

图表 17: 螺纹钢价格（周度）



资料来源：Macrobond，交银国际

图表 18: 唐山高炉开工率（周度）



资料来源：彭博，交银国际

图表 19: 铁矿石价格指数及进口量



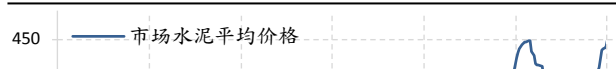
资料来源：Macrobond，交银国际

图表 20: 铁矿石库存同比增速（周度）

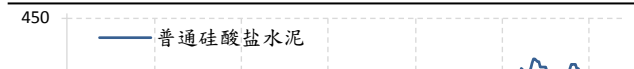


资料来源：彭博，交银国际

图表 21: 水泥市场价格（周度）



图表 22: 西部地区水泥市场价格（周度）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8651

